

植田日銀の初動に注目

～4月会合で動く可能性は残る～

フェロー チーフエコノミスト 小玉 祐一

1. 会見では修正作業への含みを残す

誰も予想していなかった植田和男氏の日銀総裁への任命だが、市場はすぐさま歓迎ムードに変わった。元金融庁長官の氷見野副総裁と日銀生え抜きの内田副総裁の2人を加えた新執行部は、バランスのとれた非常に良い布陣というのが足元のコンセンサスであろう。

先週は、4月10日の正副総裁の就任会見が注目を集めた。植田総裁の発言内容は、基本的には就任前の国会における所信聴取から大きな変化はなく、「**現状の経済・物価・金融情勢にかんがみると、現行のYCCを継続することが適当**」と、改めてYCC（イールドカーブ・コントロール）を継続する姿勢を示した。一方で、「**本当に安定的・持続的に2%に達する情勢かどうかというのを見極めて、適切なタイミングで正常化に行くのであれば行かないといけませんし、それはなかなか難しいということであれば、副作用に配慮しつつ、より持続的な金融緩和の枠組みが何かということを探っていく**」と、将来的な修正作業には含みを残している。内田副総裁も、「**今、日本銀行が直面している課題は、いかに工夫を凝らして、効果的に金融緩和を継続していくかということ**」と、「工夫を凝らす」余地があることを認めている。

YCCの修正は、債券市場への投機攻撃を避ける必要上、事前に示唆するのは難しく、たとえ早期の変更が念頭にあったとしても、これ以上の踏み込みは難しかっただろう。個人的には、4月最初の金融政策決定会合で動いても驚かない。YCCのスキームの弱点がすでに明確になっている以上、問題を先送りしてもいいことはないように思える。

(図表1) 2022年7月の日経「経済教室」における植田氏の記述

- 今回の世界的なインフレ率上昇の波が続くうちに日銀が金利を引き上げるチャンスが訪れるだろうかという点だ。答えは、可能性はゼロではないがそう高くもないところだろう
- 難しいのは、長期金利コントロールは微調整に向かない仕組みだという点である。金利上限を小幅に引き上げれば、次の引き上げが予想されて一段と大量の国債売りを招く可能性がある。10年物金利コントロールを7年、5年と短期方向へ動かしていく案も同様の問題を抱えている
- 日銀は出口に向けた戦略を立てておく必要がある。これまで1950年代に米連邦準備理事会（FRB）、21年にオーストラリア中銀が中長期金利コントロールから抜け出した例があるが、いずれも一回限りの調整で済ませている
- いずれにしても、多くの人の予想を超えて長期化した異例の金融緩和枠組みの今後については、どこかで真剣な検討が必要だろう

(出所) 日本経済新聞

2. 4月会合で動く可能性は残る

当面は、シリコンバレー銀行（SVB）の破綻に始まった米国の金融不安が、今後どのくらいの広がりや深さを見せるのか、いまだ不確実性が高いという点がネックとなる。内田副総裁が「**金融市場で不連続な変化が生じることがないよう、常に市場の安定ということを意識していきたい**」と述べた通りで、タイミングによっては市場に誤ったメッセージを送ることになり、円高、株安が加速するリスクがある。

ただ、植田総裁は会見で、「**市場は落ち着きを取り戻しつつある**」、「**現時点でこの問題がわが国経済に大きな影響を与えるというふうにはみておりません**」と述べている。金融不安が落ち着き、かつ債券市場で過度な売り圧力がか

からない局面は、金融政策の修正作業を手掛けるにあたっては絶好のチャンスでもある。植田総裁は、「**イールドカーブの形状は総じて前よりもスムーズ**」とも述べているが、イールドカーブの歪みが深刻化した状態では、逆に動くに動けなくなるリスクがある。たとえ微修正であっても、それが引き金となって債券市場で売りが売りを呼ぶ結果、なし崩し的にYCCの放棄に追い込まれる可能性があるためである。植田総裁自身、2022年7月6日の日経「経済教室」において同様の指摘をしている（図表1）。これによると、どのみち市場の混乱が避けられないなら、豪州中銀のように1回の修正で済ませるのがベターとの認識に見える。ただ、いきなりのYCC撤廃に伴う市場の混乱が、日銀の想定以上に広がる可能性はある。足元の市場環境であれば、市場の反応を見ながら段階的な修正が可能である。YCCの枠組み自体は当面継続することも可能だろう。

植田総裁の就任会見を素直に読む限り、4月の初回会合は無風と見るのが自然だが、10年国債利回りの変動許容幅の再拡大等の修正に踏み切る可能性も半分程度は残っているとみておきたい。その際、すでに形骸化している0%の目標も取っ払い。市場も、ターゲットの水準自体はもはや意識していない。レンジさえ残れば、YCCは続いているとの説明は可能である。操作目標とする年限の短期化も依然として候補である。

3. マイナス金利の解除は急がないが

一方、マイナス金利の解除は、金融政策の修正ではなく明確な利上げとなることからハードルは上がる。近い将来、物価目標の達成を宣言できるのであれば大手を振って解除できるが、その確率については、以前よりは上がってきたとはいえ、依然として5割を切ると見ておくべきだろう。物価目標の達成期限を設定するかとの質問に対し植田総裁は、「**どんな状況でもすぐに短い時間で2%を達成されるかという点、過去の経験をみてもそうでない、それに対してアジェンダの外的ショックがあった場合にはなかなか難しくなると思います**」とし、「**そう簡単な目標ではないということは認識しております。従って、何らかの有限の時間内にこれを達成するという強い見通しは現時点で申し上げられない**」と述べている。

幸い、マイナス金利の解除については、現状では喫緊の課題ではない。導入当初は、国債利回りが長期ゾーンまでマイナス圏に沈むといった強力な副作用が進行した。しかし、植田総裁が、「(銀行の) **収益のマイナスの影響も小さくするような工夫が、この政策の中ではなされているというふうに思います**」と述べている通りで、これまで、政策金利残高の規模縮小、日銀当預の付利範囲や付利幅の拡大といった対策が、種々の名目のもと、再三にわたり実施されてきた。今、金融機関からマイナス金利政策そのものに対する強い不満はほとんど聞かれない。ただ、こうしたパッチワーク的な対応は、金融政策が過度に複雑化する結果も招いた。内田副総裁は会見で、「**金融緩和の枠組みが複雑化していると言われることがあります。技術的な部分については、これまで日本銀行が蓄積してきた経験と知識によって十分対応できる**」と述べたが、技術的には可能だから続けていいというものでもない。現状では、複雑になりすぎた金融政策が、市場とのコミュニケーションを阻害している面もある。そもそも、マイナス金利政策の骨抜きが進んでいるということは、もはやマイナス金利政策に意味はなく、継続自体が自己目的化しているということであり、そうであればなおさらいつまでも続ける理由はない。

4. 検証や点検もいずれは実施

ただ、物価目標未達下で解除ということになると、物価目標や政府との政策協定（アコード）との整合性が問題になる。点検なり検証なりの手順も必要になるだろう。

植田総裁は、10年続けてきた大規模金融緩和の包括的な点検や検証を行なう必要があるのかとの質問に対し、点検はある意味では毎回の決定会合で実施していると述べつつも、「**もう少し力が入った、あるいは長い目でみた点検を行うべきかどうかという論点はあるかと思えます。そういうことが必要という場合には、あるいは行うという場合には、少し長い目でみて、私も先ほど申し上げましたように、強力な緩和、ある意味では20何年続**

いておりますので、それ全体を総合的に評価して、今後どういうふうに進むべきかというような観点からの点検や検証があってもいいのかなとは思っております」と、いずれは実施する必要があるとの見解を示している。前述の日経の経済教室でも「多くの人の予想を超えて長期化した異例の金融緩和枠組みの今後については、どこかで真剣な検討が必要」と書いており、その時から同様の問題意識を持ち続けていると考えられる。

会見の発言のポイントは、点検や検証の対象が黒田緩和だけではなく、過去 20 数年が対象となる可能性を示したことである。植田総裁は会見で、「そもそも金融緩和の効果というのが大まかには金利のゼロ制約というのでかなり制限されている」と、金融政策の限界を認めている。10 年前だったらさぞかし非難されていた発言だろうが、今、強い違和感を持って聞く人は少数派だろう。こうした事実を明らかにしたことこそが、黒田緩和の最大の功績である。植田総裁は、「通常であれば金利の引き下げ余地がかなりあるはずなのに、ゼロに近いところから始めたということで、引き下げ余地があまりない中での金融緩和政策であった過去 10 年」と、景気への主たる波及ルートがあくまで金利であることを再確認する形で、黒田緩和の限界を指摘している。黒田緩和はもともと量の拡大自体が何かを起こすとの発想のもとに始まった。植田総裁は審議委員時代、日銀が量的緩和政策を発動した 2001 年 3 月に、「イリュージョン的なものも無視できない」と言って賛成票を投じた経緯がある。速水元総裁時代から足掛け 4 代にわたり永々と続いてきた「非伝統的政策」の功罪とはどのようなものだったのか、検証や点検の対象が、過去 20 数年を総括するものになるのだとしたら、極めて意義深い成果となるだろう。

5. 2024 年中にはマイナス金利解除か

植田総裁はアコードについても、「現在の情勢を前提とする限り、見直す必要はないということです、何か大きく経済・物価情勢が変わっていったときには、また改めて政府と議論させて頂く余地もあるのかなというふうに、もちろん考えております」との言い方で、すぐには手を付けないとしているが、将来的な修正の可能性は否定していない。

アコードは工夫された書き方になっており、策定に携わった白川元総裁自身、政治的労力を考慮すれば、変える必要はないとのスタンスを示している。たとえば、黒田前総裁が当初こだわった「2 年」という期限はアコードにはない。ここは白川氏が強く抵抗した部分であった。「幅広い主体の取組の進展に伴い」の部分は、日銀だけが責務を負うわけではないとの含みがある。政府サイドが構造改革や財政再建へ取り組む義務も明記されている（図表 2）。

ただ、世間一般的には、これが日銀に早期物価目標の達成を一方的に義務付けた文書と受け止められている。いくら柔軟に読める建付けになっているとはいえ、どこかでアコード自体の総括も必要なのではないか。アコードを変えないままなんでもできるのであれば、作成時のあの大騒ぎはなんだったのかということになってしまう。

物価目標自体を取り下げる必要はないにしても、短期的な金融政策のかじ取りとは切り離すことができることを明文化するのが望ましい。時期の予想は難しいが、マイナス金利の解除に合わせ、2024 年中には、総括検証的

（図表 2）日銀と政府の政策協定（アコード）の概要

- 日銀は、今後、日本経済の競争力と成長力の強化に向けた幅広い主体の取組の進展に伴い持続可能な物価の安定と整合的な物価上昇率が高まっていくと認識
- 物価安定の目標を消費者物価の前年比上昇率で 2%とする。これをできるだけ早期に実現することを目指す
- その際、金融政策の効果波及には相応の時間を要することを踏まえ、金融面での不均衡の蓄積を含めたりリスク要因を点検し、問題が生じていないかどうかを確認していく
- 政府は、我が国経済の再生のため、機動的なマクロ経済政策運営に努めるとともに、革新的研究開発への集中投入、イノベーション基盤の強化、大胆な規制・制度改革、税制の活用など思い切った政策を総動員し、経済構造の変革を図るなど、日本経済の競争力と成長力の強化に向けた取組を具体化し、これを強力に推進する
- また、政府は、日本銀行との連携強化にあたり、財政運営に対する信認を確保する観点から、持続可能な財政構造を確立するための取組を着実に推進する

（出所）日銀

な作業を経たうえで、アコードの改定も実施する可能性が高いと見ている。

6. コミュニケーションの改善に期待

市場とのコミュニケーションの改善も重要な課題である。黒田総裁は就任当初は、しばしばサプライズで追加緩和策を打ち出したが、これは市場とのコミュニケーションを犠牲にする手法であった。ほどなくサプライズ探しは限界に突き当たったが、以降は、路線変更や延命策をそうではないと説明する必要上、本音と建前がどんどん乖離せざるを得なくなった。これが市場との円滑なコミュニケーションをいっそう難しくした。記者会見でも記者の鋭い質問に対し正面から答えないケースが増え、結果としてやりとりは噛み合わず、記者会見自体がどんどん形骸化していった。また、コミュニケーションのツールである展望レポートの物価見通しでは、2年後に2%達成との見通しを出し続け、外し続けた。結局、諦めた後に消費者物価が2%を大きく超えてくるなど、最後までちぐはぐさが目立った。

就任会見では記者から、市場との対話という点で重要なこと、心掛けたいことは何かとの質問が出された。植田総裁は、「一つ一つ、いっぺんに全部というわけにはいかないかもしれませんが、**解きほぐすように分かりやすい説明を、抽象的な言い方で恐縮ですが、心掛けていけたらなというふうに思っております**」と述べた。深刻な齟齬をきたしている市場とのコミュニケーションの改善も期待できるだろう。植田総裁は元々弁舌の徒というタイプではないが、国会の所信聴取も、先週の就任会見の説明もわかりやすく、誠実に答えようとする姿勢も印象的だった。また、経済学者として経済や金融政策の理論に造詣が深いのはもちろん、日銀審議委員を7年の長きにわたって務め、日銀の実務や内情も熟知している。白川元総裁の会見がしばしば「白川ゼミ」と称されたように、植田総裁の会見も毎回啓発的な会見になることが期待できそうである。

※本レポートは、明治安田総合研究所が情報提供資料として作成したものであり、いかなる契約の締結や解約を目的としたものではありません。掲載内容について細心の注意を払っていますが、これによりその情報に関する信頼性、正確性、完全性などについて保証するものではありません。掲載された情報を用いた結果生じた直接的、間接的トラブルや損失、損害については、一切の責任を負いません。またこれらの情報は、予告なく掲載を変更、中断、中止することがあります。

●照会先● 株式会社 明治安田総合研究所 〒102-0073 東京都千代田区九段北3-2-11 TEL03-6261-6411